La vérité sur les dividendes

LA VÉRITÉ

sur

LES DIVIDENDES

DES CHEMINS DE FER

GARANTIS PAR L'ÉTAT

LYON ORLÉANS EST	OUEST MIDI NORD

Quid verum atque decens curo et rogo,
et omnis in hoc sum.

HORACE, LIV. . EP. I.

PRIX . I FRANC

PARIS
E. DENTU, LIBRAIRE-ÉDITEUR
PALAIS-ROYAL, 17 ET 19, GALERIE D'ORLÉANS
1867

LA VÉRITÉ

sur

LES DIVIDENDES

DES CHEMINS DE FER

GARANTIS PAR L'ÉTAT

LYON	OUEST
ORLÉANS	MIDI
EST	NORD

Quid verum atque decens curo et rogo,
et omnis in hoc sum.

HORACE, LIV. . EP. I.

PRIX . 1 FRANC

PARIS
E. DENTU, LIBRAIRE-ÉDITEUR
PALAIS-ROYAL, 17 ET 19, GALERIE D'ORLÉANS
1867

LA VÉRITÉ

SUR

LES DIVIDENDES

DES CHEMINS DE FER

GARANTIS PAR L'ÉTAT

I

Au moment où l'attention publique, mise en éveil par de récents sinistres financiers, se porte avec inquiétude sur toutes les valeurs, même sur celles jusqu'ici considérées comme les plus sûres, on ne saurait s'étonner de voir quelques personnes manifester des doutes au sujet de la situation des six grandes compagnies de chemins de fer entre les mains desquelles se trouve aujourd'hui centralisée la presque totalité des lignes principales du réseau français. En effet, cette situation est loin de ressortir clairement des comptes rendus que ces compagnies présentent à leurs actionnaires, et, à moins de posséder une grande habitude des questions de cette nature, on cherche inutilement dans ces documents les éléments nécessaires pour reconstituer, d'après les

errements ordinaires, les comptes compliqués dont ils sont accompagnés et dont les déductions finales sont aujourd'hui suspectées!

Or, si l'on considère que le capital émis par ces compagnies dépasse déjà six milliards de francs, dont 1,500 millions environ sont représentés par des actions, et le surplus par des obligations, on peut se faire une idée des proportions que pourraient prendre les désastres résultant tout à coup d'une panique générale des porteurs de ces titres, et l'on ne saurait trop, dès lors, chercher à prévenir de semblables sinistres, en offrant à l'opinion publique des moyens d'appréciation plus clairs et plus complets que ceux qui, jusqu'à ce jour, lui ont été présentés par les compagnies !

Tel est l'objet de ce travail, que fera mieux comprendre l'extrait ci-après de l'exposé des motifs présentés, en 1859, à l'appui de la loi destinée à régler la constitution définitive des grands réseaux, et sous l'empire de laquelle les compagnies de **Lyon**, d'**Orléans**, de l'**Est**, de l'**Ouest**, du **Midi** et du **Nord** se trouvent aujourd'hui placées !

II

« Depuis le jour, » c'est le Gouvernement qui parle, « où elle « s'est établie en France, l'industrie des chemins de fer a tou- « jours subi l'influence des événements politiques ou des cir- « constances financières, et sous cette influence, elle a été sou- « mise à des alternatives de faveur et de découragement.

« Plus d'une fois, le Gouvernement a dû se prêter aux néces- « sités qui en sont résultées, et par une opportune révision des « contrats primitifs, ranimer la confiance publique, et rappeler « les capitaux si prompts à s'alarmer.

« Enfin, en 1852, l'Empereur a imprimé un essor décisif à « l'industrie des chemins de fer par la grande mesure qui a porté « à quatre-vingt-dix-neuf ans la durée des concessions.

« A partir de cette époque, les chemins de fer sont entrés « dans une phase nouvelle. Leur situation, jusque-là incertaine « et précaire, était assurée ; un long avenir s'ouvrait devant les « compagnies. La confiance du public se porta avec empressement « vers leurs opérations et les capitaux affluèrent : elles étaient « arrivées à leur état le plus florissant.

« Mais cette situation imposait elle-même au Gouvernement

« de nouveaux devoirs. A la fin de 1852, l'étendue des chemins « de fer concédés n'excédait pas 6,914 kilomètres, sur lesquels « la moitié à peine était livrée à la circulation. Un réseau aussi « restreint ne pouvait évidemment satisfaire à tous les besoins « de l'industrie, du commerce et de l'agriculture : le Gouver- « nement dut se préoccuper d'étendre le bienfait des chemins de « fer aux contrées qui jusque-là en avaient été privées.

« La situation florissante des compagnies lui en offrait l'occa- « sion et les moyens. Pour y mieux parvenir, il chercha à con- « centrer les forces en organisant de grands réseaux, et en con- « stituant les compagnies les plus anciennes et les plus solides « sur de larges bases, qui leur permissent d'entreprendre, sans « compromettre leur avenir, des chemins secondaires dont l'exé- « cution eût été inabordable pour des compagnies nouvelles et « isolées. Les compagnies qui ne présentaient pas une surface « suffisante se sont empressées d'aider elles-mêmes à la réalisa- « tion de ce système, en recherchant des fusions avec les com- « pagnies qui exploitaient les lignes principales.

« Sous l'empire de cette pensée, des concessions nouvelles et « nombreuses ont été successivement faites aux grandes compa- « gnies.

« A la fin de l'année 1857, la longueur totale des chemins de « fer concédés définitivement s'élevait à 14,162 kilomètres, et « 1,794 kilomètres étaient en outre concédés à titre éventuel.

« L'exécution des travaux avait marché de pair avec l'exten- « sion des concessions ;

« Les charges imposées n'étaient pas au-dessus des forces des « compagnies, elles les avaient calculées et acceptées dans un

« moment où leur grande prospérité leur assurait la confiance du « public. Mais dans les derniers mois de 1857 a éclaté une crise « financière, remarquable par son caractère de généralité : le « marché des chemins de fer ne pouvait manquer d'en ressentir « vivement le contre-coup. Aussi la dépréciation des actions fut-« elle considérable. Les obligations qui étaient la seule ressource « pour exécuter les chemins restant à faire, ne subirent pas une « dépréciation moindre. Leur émission devint difficile et ne se fit « plus qu'à des conditions fort onéreuses.

« L'intervention de l'État dans de telles circonstances a donc « paru légitime. Elle est nécessaire aujourd'hui, comme elle l'a été « à d'autres époques, pour ranimer la confiance publique.

« Deux systèmes se présentaient pour venir en aide aux com-« pagnies et consolider leur crédit :

« 1° La suppression ou l'ajournement indéfini, dans chaque « réseau, des lignes présumées les moins productives ;

« 2° Une garantie d'intérêt convenablement combinée, et de « plus, dans certains cas exceptionnels, l'intervention de l'État, « soit au moyen de subventions, soit au moyen de travaux payés « sur les fonds du Trésor.

« Il n'était pas possible de s'arrêter au premier système. Res-« tait le second, dont la garantie d'intérêt constitue la principale « disposition.

« Mais comment doit-il être appliqué ?

« Les dispositions proposées peuvent se résumer ainsi qu'il « suit :

« *Les concessions de chaque compagnie sont divisées, au point* « *de vue de l'application de la garantie d'intérêt, en deux sec-*

« *tions distinctes, qui sont définies d'une manière précise pour*
« *chaque compagnie, et qui sont désignées sous les noms d'an-*
« *cien et de nouveau réseau.*

« *Les revenus de l'ancien réseau ne sont aucunement garan-*
« *tis. Le nouveau réseau seul jouit, pendant cinquante ans,*
« *d'une garantie d'intérêt, avec amortissement calculé au taux*
« *de* 4 0/0.

« Toutefois, comme il est juste que le nouveau réseau profite
« de l'accroissement de trafic qu'il doit apporter aux concessions
« primitives, toute la portion du revenu de l'ancien réseau qui
« excédera un certain chiffre kilométrique déterminé pour chaque
« compagnie, sera attribuée, comme supplément de recettes au
« nouveau réseau, et viendra couvrir d'autant la garantie de l'État.

« Enfin il est stipulé que *toutes les sommes que l'État aura*
« *pu verser, par application de la clause de garantie, lui seront*
« *remboursées avec les intérêts à* 4 0/0, *dès que les produits du*
« *nouveau réseau auront dépassé l'intérêt garanti;* étant bien
« entendu d'ailleurs qu'*à l'expiration de la concession, ou dans*
« *le cas d'application de la clause de rachat fixée par l'arti-*
« *cle* 37 *du cahier des charges, si l'État est créancier de la com-*
« *pagnie, à raison de l'application de sa garantie, le montant de*
« *sa créance sera compensé jusqu'à due concurrence, avec la*
« *somme due à la compagnie pour la reprise du matériel tant*
« *de l'ancien que du nouveau réseau.*

« *En stipulant ainsi le remboursement des sommes payées à*
« *titre de garantie, on transforme les sacrifices de l'État en un*
« *véritable prêt, dont le remboursement ne saurait être douteux.*»

III

Ce projet de loi et ses considérants rencontrèrent une vive opposition chez quelques membres de la Chambre qui, bien loin de se montrer touchés des avantages de la centralisation, reprochaient au contraire au Gouvernement « ce partage fabuleux de « la France en six grands commandements industriels dans les- « quels transports, routes, circulation générale, tout était livré « à six compagnies toutes-puissantes. »

Le projet de loi chaudement soutenu par la commission et par le Gouvernement fut néanmoins adopté, et les six grandes compagnies, ainsi définitivement confirmées dans leurs vastes apanages et dotées de la faculté, formellement interdite aux sociétés ordinaires, d'engager l'avenir pour assurer leurs dividendes dans le présent, ont pu, grâce à la garantie de l'État, placer aisément, depuis lors, pour 300 à 350 millions d'obligations chaque année, à des taux de plus en plus favorables, et pousser en conséquence leurs travaux avec énergie !

Ainsi les compagnies qui jusqu'alors s'étaient bornées à emprunter les sommes nécessaires pour faire face à l'intérêt et à

l'amortissement de la portion encore improductive de leur capital, représentée par les dépenses faites sur les lignes en construction, sont aujourd'hui, par suite des remaniements apportés dans leur constitution par la loi de 1859, autorisées à procéder de même à l'égard des lignes en exploitation donnant de faibles produits, c'est-à-dire à ne distraire qu'une portion des bénéfices nets de l'exploitation de leurs bonnes lignes pour couvrir l'insuffisance des produits des lignes peu productives et *à emprunter* le surplus de cette insuffisance, pendant que la majeure partie des bénéfices réalisés sur la bonne partie du réseau est distribuée aux actionnaires! En effet, ainsi que le fait remarquer l'exposé des motifs déjà cité, l'État, en donnant sa garantie aux compagnies pour les aider à trouver les capitaux nécessaires à la construction des nouvelles lignes, considérées en général comme peu productives, n'a pas entendu s'imposer un sacrifice en leur faveur, mais seulement leur faire un prêt dont l'intérêt est moins élevé, il est vrai, que celui de leurs emprunts ordinaires, mais dont le remboursement peut devenir exigible dans un délai beaucoup moindre, si l'État, usant de la faculté de rachat qu'il s'est réservée, reprend les concessions à l'expiration du délai fixé par l'article 37 du cahier des charges (1). Dans ce cas, et cette éventualité peut se réaliser maintenant dans un délai de quelques

(1) Cet article est ainsi conçu :

« A toute époque, après l'expiration des quinze premières années de la concession, le Gouvernement aura la faculté de racheter la concession entière du chemin de fer. Pour régler le prix du rachat, on relèvera les produits nets annuels obtenus par la compagnie pendant les sept années qui auront précédé celle où le rachat sera effectué, on en déduira les produits des deux plus faibles années et l'on établira le produit net moyen des cinq autres années. Ce produit net moyen formera le montant d'une annuité qui

années, les sommes dues à l'État, par suite de l'application de sa garantie, devront être compensées jusqu'à due concurrence avec les sommes dont il aura lui-même à tenir compte aux compagnies pour la reprise du matériel roulant de l'ancien et du nouveau réseau. Il ne faut donc pas voir, comme on le fait d'ordinaire, dans la garantie de l'État, un nouveau sacrifice imposé aux contribuables, un allégement réel des charges des compagnies, mais seulement une ouverture de crédit, une promesse d'avance destinée surtout à faciliter l'exécution des nouvelles lignes.

sera due et payée à la compagnie pendant chacune des années restant à courir sur la durée de sa concession.

« La compagnie recevra, en outre, dans les trois mois qui suivront le rachat, les remboursements auxquels elle aurait droit à l'expiration de la concession, c'est-à-dire la valeur des objets mobiliers, tels que le matériel roulant, les matériaux, combustibles et approvisionnements de tout genre, le mobilier des stations, l'outillage des ateliers et des gares, que l'État reprendra sur l'estimation qui en sera faite à dire d'experts. »

IV

Ceci exposé, il reste à examiner comment les compagnies ont supporté jusqu'à ce jour le poids de ce concours, et le plus sûr moyen d'apprécier sainement la situation qu'il leur a faite, c'est de comparer les résultats obtenus à l'aide de cette division artificielle des comptes, avec ceux auxquels on arrive en suivant les errements ordinaires, c'est-à-dire au moyen d'un compte unique, embrassant toutes les charges et tous les produits des lignes en exploitation, bonnes et mauvaises, anciennes et nouvelles, d'un même réseau, et devant ainsi donner pour balance le bénéfice vrai restant aux actionnaires! Or, il n'est pas aisé de faire un pareil compte. En effet, en autorisant les compagnies à considérer leur réseau comme formant deux réseaux distincts, et en déterminant les conditions et les limites de sa garantie, l'État a stipulé *que les lignes du nouveau réseau qui ne seront pas* TERMINÉES *avant le 1er janvier 1865, ne participeront à la garantie d'intérêt qu'à partir du 1er janvier qui suivra leur mise en exploitation, ou d'une époque déterminée* (1er janvier 1870, par exemple), *et qu'en attendant, si les produits de ces lignes*

sont insuffisants pour couvrir l'intérêt et l'amortissement des obligations émises pour leur exécution, ces intérêts et amortissement seront portés au compte des dépenses d'établissement.

Ainsi le système des deux réseaux comprend en réalité déjà trois réseaux : 1° l'ancien réseau composé des lignes les plus anciennes et les plus productives ; 2° la première partie du nouveau réseau composé de lignes moins productives, entièrement terminées antérieurement au 1er janvier 1865, et dont les insuffisances de produits sont couvertes au moyen des excédants de recettes de l'ancien réseau et des avances de l'État ; 3° enfin la deuxième partie du nouveau réseau, composée des lignes les plus pauvres, terminées ou livrées à l'exploitation postérieurement au 1er janvier 1865 et dont les insuffisances de produits, considérées comme dépenses d'établissement, sont couvertes au moyen des émissions d'obligations ordinaires.

Or, si l'on trouve dans les comptes rendus des compagnies les documents les plus complets touchant la dépense d'établissement, les recettes et dépenses de l'exploitation et les charges des emprunts de l'ancien réseau et de la première partie du nouveau réseau, il n'en est pas de même en ce qui concerne la deuxième partie du nouveau réseau dont les dépenses et les charges sont confondues avec celles des lignes en construction, et dont les produits nets sont simplement portés en déduction de ces dépenses et charges !

Il est donc matériellement impossible d'établir au moyen des comptes rendus des compagnies, le compte exact du produit vrai restant effectivement aux actionnaires, après déduction de toutes les charges incombant aux lignes exploitées, et c'est là un sé-

rieux reproche que l'on est en droit d'adresser aux hommes éminents qui dirigent ces compagnies : car si, pour se conformer aux combinaisons adoptées par l'État et profiter des avances qu'elles leur assurent, il est juste qu'ils observent, dans la présentation de leurs comptes, les distinctions voulues, il est juste aussi qu'ils procèdent de la même façon pour les trois parties de leur réseau, et qu'ils fassent pour la troisième (la deuxième partie du nouveau) ce qu'ils font pour les deux autres!

On ne saurait admettre que les hommes honorables placés à la tête de ces grandes entreprises veuillent empêcher le public de se rendre compte de l'ensemble de leurs résultats, et l'on ne peut dès lors attribuer qu'à une simple négligence, qui a d'ailleurs le tort d'être générale, l'insuffisance de leurs documents.

Il convient du reste d'observer que si, en confondant les dépenses d'établissement et les charges des emprunts des lignes de la deuxième partie du nouveau réseau avec celles des lignes en construction, les compagnies s'étaient proposé, ce qui n'est pas admissible, de rendre impossible l'établissement d'une situation générale, leur but ne pourrait être absolument atteint, car, dès le moment qu'elles font exactement connaître les dépenses d'établissement, les produits de l'exploitation et les charges des emprunts de l'ancien réseau et de la première partie du nouveau réseau, c'est-à-dire des portions les plus importantes de leurs lignes, de même que les produits de l'exploitation de la deuxième partie du nouveau réseau, il ne reste plus à rechercher, au moyen des éléments incomplets de leurs comptes, que la portion des dépenses et des charges restantes qui se rapportent

aux lignes exploitées formant cette deuxième partie du nouveau réseau. Or, réduite à ces termes, la difficulté n'est plus aussi grande qu'elle peut tout d'abord le paraître, et il suffit d'avoir suivi avec quelque attention la façon dont les compagnies procèdent pour la mise en exploitation successive de leurs lignes en construction, pour reconnaître qu'on peut, sans s'écarter sensiblement de la réalité, considérer les sommes dépensées jusqu'au 31 décembre de l'avant-dernier exercice comme formant l'équivalent des dépenses d'établissement spécialement imputables aux lignes en exploitation et les dépenses faites pendant le dernier exercice comme s'appliquant exclusivement, toute compensation faite, aux lignes en construction. Partant de là, et les dépenses d'établissement de l'ancien réseau et de la première partie du nouveau étant connues, si l'on déduit le montant de ces dépenses de la somme totale dépensée pour la construction jusqu'au 31 décembre de l'avant dernier exercice, la différence trouvée devra représenter approximativement la dépense faite sur la deuxième partie du nouveau réseau, et d'un autre côté, l'on sera également assez près de la vérité en calculant l'intérêt et l'amortissement de cette dépense d'après le taux moyen des obligations émises pour la première partie dudit réseau, sur un délai moyen correspondant à la longueur moyenne exploitée. Une erreur sérieuse n'est donc pas à craindre de ce côté, et cette erreur, si elle existait, trouverait du reste promptement son correctif dans les rectifications des compagnies qui, responsables en réalité de l'insuffisance de leurs comptes, ne voudraient pas laisser se propager des évaluations contraires à la vérité et s'empresseraient de faire connaître les chiffres exacts devant être

substitués à ceux obtenus au moyen des déductions qui viennent d'être indiquées.

Quant aux produits de l'exploitation, il n'y a aucune évaluation à faire, et il suffit, pour avoir la somme totale des produits obtenus sur l'ancien réseau et sur les deux parties du nouveau, d'additionner les résultats indiqués par les compagnies !

Telle est la méthode qui a été observée pour l'établissement, d'après les comptes présentés par les compagnies pour l'exercice 1866, des tableaux ci-après, destinés à mettre en lumière tout ce que le public a intérêt à connaître touchant l'importance, le coût, le produit et les charges de chaque partie, puis de l'ensemble de chacun des six grands réseaux. Les parties intéressées pourront ainsi, sans effort, se rendre compte des différences existantes entre les dividendes qu'on leur distribue et ceux qui devraient leur être distribués si le régime exceptionnel sous lequel sont aujourd'hui placées les grandes compagnies n'existait pas, et si, au lieu de faire trois comptes, on n'en faisait qu'un pour chaque réseau !

V

Compagnie de Paris-Lyon-Méditerranée.

Longueur concédée........................	6,368 kil.	(1)
Longueur exploitée au 31 décembre 1866.......	3,560 »	
Longueur restant à terminer ou à construire...	2,808 »	(44 %)

Capital émis au 31 décembre 1866.	actions (800,000)	345,181,658 fr.	70 c.	17 %
	obligations.....	1,634,886,345	81	83
	Total..........	1,980,068,004	51	100 %

Capital dépensé au 31 *décembre* 1866 (*en sus des subventions reçues*) *pour la construction des* 3,560 *kilomètres en exploitation, divisés de la manière suivante* (2) :

Ancien réseau (3)	2,012 kil.	950,533,159 f.	40 c.	soit 473,000 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie....	947	600,000,000	»	633,000	»
2e partie.....	601	284,011,246	29	472,000	»
Total......	3,560 kil.	1,834,544,405 f.	69 c.	soit 515,006 f.	par kilom.

(1) Dans ces 6,368 kilomètres figurent les chemins algériens, comptés pour :

545 kilom.	dans le Compte-rendu de	1865 (page 41)	Le dernier chiffre a été adopté comme le plus récent.
527	—	1866 (— 45)	
602	—	1867 (— 29)	

(2) La Compagnie de Lyon ne faisant pas, comme les autres Compagnies, connaître le chiffre exact de ses dépenses d'établissement pour les lignes en exploitation de l'ancien réseau et de la 1re partie du nouveau, les chiffres ci-dessus sont ceux de la dépense générale de construction jusqu'au 31 décembre 1865, considérée comme formant l'équivalent des sommes dépensées jusqu'au 31 décembre 1866 sur les lignes en exploitation de l'ancien et du nouveau réseau.

(3) Les dépenses de construction de *l'ancien réseau* sont couvertes, d'abord au moyen du capital actions, puis, pour le solde, au moyen du capital obligations, qui a à faire face en outre à toutes les dépenses d'établissement du nouveau réseau.

Produits nets de l'exploitation des 3,560 *kilomètres exploités en* 1866 *sur une longueur moyenne de* 3,405 *kilomètres :*

Ancien réseau..	2,012 kil.	97,866,351 f. 76 c.	soit	48,600 f.	par kilom.
Nouveau réseau,					
1re partie....	947	16,212,696 07		17,100	»
2e partie.....	446	2,335,801 57		5,200	»
Total......	3,405	116,414,849 40		34,100	»

Intérêt et amortissement des obligations émises pour la construction des 3,560 *kilomètres exploités en* 1866 *sur une longueur moyenne de* 3,405 *kilomètres, à déduire des produits nets de l'exploitation :*

Ancien réseau (1)	2,012 kil.	34,292,804 f. 53 c.	soit	17,000 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie.....	947	31,431,791 58		33,200	»
2e partie......	446	10,000,000 »		22,400	»
Total.......	3,405	75,724,596 11		22,200	»

Bénéfice restant (*l'intérêt et l'amortissement des obligations étant déduits des produits nets de l'exploitation*) :

Ancien réseau. Bénéfice.	63,573,547 f. 23 c.	soit	31,600 f. par kil.	ou	79 f. 50 c.	par action
Nouveau réseau. Perte (2)	22,883,293 94		16,400 »		28 50	»
Bénéfice net restant.....	40,690,253 f. 29 c.	soit	11,900 f. par kil.	ou	51 f. »	par action

Sommes distribuées aux actionnaires, à titre d'intérêt et dividende :

Bénéfice net............	40,690,253 f. 29 c.	soit	11,900 f. par kil.	ou	51 f. »	par action
Avance de l'État........	—		—		—	
Emprunt par obligations	7,309,746 71		2,200 »		9 »	»
Dividende total.....	48,000,000 »		14,100 »		60 »	»

Excédant du dividende distribué sur le bénéfice réel.

(15 %) 7,309,746 f. 71 c. soit 2,200 f. par kil. ou 9 f. » par action

(1) Y compris l'amortissement des actions, les réserves, etc.

(2)

1re partie.	15,219,095 f. 51 c.	soit 16,100 f.	par kil. ou	19 f. »	par action.
2e partie..	7,664,198 43	17,200	»	9 50	»
Total égal.	22,883,293 94	16,400	»	28 50	»

Aux termes de la loi de 1859, la compagnie de Lyon eût pu se faire avancer par l'Etat une bonne partie de l'insuffisance du produit de la première partie de son nouveau réseau, et distribuer ainsi légalement un plus fort dividende, mais elle a préféré, et il faut regretter qu'elle n'ait pas eu le courage d'aller jusqu'au bout dans cette bonne voie, renoncer à ce stérile avantage, et combler la totalité de cette insuffisance au moyen des bénéfices de son ancien réseau ! — Elle n'a donc eu recours au crédit que pour couvrir la perte présentée par la deuxième partie de son nouveau réseau, et son dividende a pu ainsi se rapprocher sensiblement de la réalité. C'est là un résultat que l'on doit trouver satisfaisant et qui serait de nature à donner une entière confiance en l'avenir de ce magnifique réseau, si la proportion encore si considérable des parties en construction, ou à construire, ne laissait planer sur cet avenir un inconnu redoutable !

Compagnie d'Orléans

Longueur concédée	4,122 kil.		
Longueur exploitée au 31 décembre 1866	3,291 »		
Longueur en construction ou à construire	831 »	(21 %)	

Capital émis au 31 décembre 1866.				
	actions (600,000)	300,000,000		27 %
	obligations	826,632,499 f.	62 c.	73
	Total	1,126,632,499	62	100

Capital dépensé au 31 décembre 1866 (en sus des subventions reçues) pour la construction des 3,291 kilomètres en exploitation, divisés de la manière suivante :

Ancien réseau (1)	1,913 kil.	467,653,516 f.	19 c. soit	245,000 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie	1,139	484,186,611	08	425,000	»
2e partie	239	81,316,828	39	340,000	»
Total	3,291	1,033,156,955	66	314,000	

Produits nets de l'exploitation des 3,291 kilomètres exploités en 1866 sur une longueur moyenne de 3,052 kilomètres :

Ancien réseau	1,913 kil.	51,053,829 f.	31 c. soit	26,700 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie	1,139	8,027,854	04	7,000	»
2e partie	»	»	»	»	»
Total	3,052	59,081,683	35	19,300	»

Intérêt et amortissement des obligations émises pour la construction des 3,291 kilomètres exploités en 1866 sur une longueur moyenne de 3,052 kilomètres, à déduire des produits nets de l'exploitation :

Ancien réseau (2)	1,913 kil.	10,043,949 f.	16 c. soit	5,300 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie	1,139	27,589,055	28	24,200	»
2e partie	»	»		»	»
Total	3,052	37,633,004	44	12,300	

(1) Même observation qu'à la page 15 (5e renvoi).

(2) Y compris l'amortissement des actions, les réserves, etc.

BÉNÉFICE RESTANT (*l'intérêt et l'amortissement des obligations étant déduits des produits de l'exploitation*) :

Ancien réseau. Bénéfice..	41,009,880 f. 15 c.	soit 21,400 f. par kil.	ou 68 f. 35 c.	par action
Nouveau réseau. Perte...	19,561,201 24	17,200 »	32 60	»
Bénéfice net restant.....	21,448,678 f. 91 c.	soit 7,000 f. par kil.	ou 35 f. 75 c.	par action

Sommes distribuées aux actionnaires, à titre d'intérêt et dividende :

Bénéfice net.............	21,448,678 f. 91 c.	soit 7,000 f. par kil.	ou 35 f. 75 c.	par action
Avance de l'État........	10,555,056 93	3,500 »	17 60	»
Emprunt par obligations.	1,596,264 16	500 »	2 65	»
Dividende total.........	33,600,000 »	11,000 »	56 »	»

Excédant du dividende distribué sur le bénéfice réel :

(36 %) 12,151,321 f. 09 c. soit 4,000 f. par kil. ou 20 f. 25 c. par action

La majeure partie des lignes comprises dans la deuxième partie du nouveau réseau n'ayant été ouverte à l'exploitation qu'à la fin de l'exercice 1866, il a paru plus juste d'en passer les résultats sous silence, et l'on peut dès lors considérer le dividende de la compagnie d'Orléans comme étant réellement d'environ 36 francs par action : ce résultat devra paraître satisfaisant si l'on tient compte de l'état d'avancement de ce réseau, dont le cinquième seulement reste encore à construire.

Compagnie de l'Est

Longueur concédée...........................	3,080 kil.		
Longueur exploitée au 31 décembre 1866........	2,562 »		
Longueur en construction ou à construire.....	518	17 °/o	

Capital émis au 31 décembre 1866.	actions (584,000)	292,000,000 fr.		28 °/o
	obligations.....	755,016,598	92	72
	Total..........	1,047,016,598	92	100

Capital dépensé au 31 décembre 1866 (en sus des subventions reçues) pour la construction des 2,562 kilomètres en exploitation, divisés de la manière suivante :

Ancien réseau (1).	977 kil.	309,136,422 f.	96 c.	soit 316,000 f.	par kilom.
Nouveau réseau,					
1re partie....	1,491	676,977,317	88	454,000	»
2e partie.....	94	9,282,925	70	99,000	»
Total.......	2,562	995,396,666	54	390,000	

Produits nets de l'exploitation des 2,562 kilomètres exploités en 1866, sur une longueur moyenne de 2,529 kilomètres :

Ancien réseau..	973 kil.	30,904,423 f.	70 c.	soit 31,800 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie....	1,491	16,501,853	55	11,000	»
2e partie.....	65	260,452	82	4,000	»
Total......	2,529	47,666,730	07	18,800	

Intérêt et amortissement des obligations émises pour la construction des 2,562 kilomètres exploités en 1866 sur une longueur moyenne de 2,529 kilomètres, à déduire des produits nets de l'exploitation :

Ancien réseau (2)	973 kil.	2,674,620 f.	72 c.	soit 2,700 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie....	1,491	38,307,582	50	25,700	»
2e partie....	65	350,000	»	5,400	»
Total......	2,529	41,332,203	22	16,300	

(1) Même observation qu'à la page 15 (3e renvoi).

(2) Y compris l'amortissement des actions, les réserves, etc.

NÉFICE RESTANT (*l'intérêt et l'amortissement des obligations étant déduits des produits nets de l'exploitation*) :

Ancien réseau. Bénéfice..	28,229,802 f.	98 c.	soit 29,100 f.	par kil. ou	48 f.	40 c.	par action
Nouveau réseau. Perte (1)	21,895,276	13	1,400	»	37	50	»
Bénéfice net restant.....	6,334,526	85	2,500	»	10	90	»

Sommes distribuées aux actionnaires, à titre d'intérêt et dividende :

Bénéfice net.............	6,334,526 f.	85 c.	soit 2,580 f.	par kil. ou	10 f.	90 c.	par action
Avance de l'État........	12,758,063	79	5,000	»	22	»	»
Emprunt par obligations.	51,149	36	»	»	0	10	»
Dividende total.........	19,143,740	»	soit 3,300 f.	par kil.	33	»	par action

Excédant du dividende distribué sur le bénéfice réel :

(67 %) 12,809,213 f. 15 soit 5,000 f. par kil. ou 22 f. » par action

Le dividende distribué par la compagnie de l'Est est loin, on le voit, d'être l'expression vraie des résultats obtenus par elle, et c'est sans doute au parallélisme de ses deux lignes principales de Paris à Strasbourg et de Paris à Mulhouse que doit être attribuée, pour une bonne part, la faiblesse de ses bénéfices.

La compagnie de l'Est a du moins l'avantage d'avoir déjà exécuté environ les quatre cinquièmes de son réseau et de n'avoir plus ainsi beaucoup d'inconnu devant elle !

(1)

1re partie.	21,805,728 f.	95 c.	soit 14,700 f.	par kil. ou	37 f.	35 c.	par action.
2e partie..	89,547	18	1,400	»	0	15	»
Total égal.	21,895,276	13	14,[illegible]00	»	37	50	»

Compagnie de l'Ouest

Longueur concédée	2,524 kil.		
Longueur exploitée au 31 décembre 1866	2,014	»	
Longueur en construction ou à construire	510	»	(20 %)

Capital émis au 31 décembre 1866.				
	actions (300,000)	150,000,000 fr.	»	17 %
	obligations	722,694,411	87 c.	83
	Total	872,694,411	87	100

Capital dépensé au 31 *décembre* 1866 (*en sus des subventions reçues*) *pour la construction des* 2,014 *kilomètres en exploitation, divisés de la manière suivante :*

Ancien réseau (1)	900 kil.	459,065,531 f.	01 c.	soit 510,000 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie	592	202,116,160	64	341,000	»
2e partie	522	151,718,419	52	291,000	»
Total	2,014	812,900,111	17	403,000	»

Produits nets de l'exploitation des 2,014 *kilomètres exploités en* 1866 *sur une longueur moyenne de* 1,903 *kilomètres :*

Ancien réseau	900 kil.	31,829,996 f.	74 c.	soit 35,300 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie	592	3,776,477	46	6,400	»
2e partie	411	1,214,512	26	3,000	»
Total	1,903	36,820,986	46	19,300	»

Intérêts et amortissement des obligations émises pour la construction des 2,014 *kilomètres exploités en* 1866 *sur une longueur moyenne de* 1,903 *kilomètres, à déduire des produits nets de l'exploitation :*

Ancien réseau (2)	900 kil.	19,092,747 f.	45 c.	soit 21,200 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie	592	11,333,592	18	19,100	»
2e partie	411	6,600,000	»	16,200	»
Total	1,903	37,026,339	63	19,800	»

(1) Même observation qu'à la page 15 (3e renvoi).

(2) Y compris l'amortissement des actions, les réserves, etc.

PERTE FINALE (*l'intérêt et l'amortissement des obligations excédant les produits nets de l'exploitation*) :

Ancien réseau. Bénéfice.	12,737,249 f. 29 c.	soit	14,100 f.	par kil.	ou	42 f. 40 c.	par action
Nouveau réseau. Perte (1)	12,942,602 46		12,900	»		43 10	»
Perte nette restante.....	205,353 17		100	»		0 70	»

Sommes distribuées aux actionnaires, à titre d'intérêt et dividende :

Bénéfice net............	—		—			—	
Avance de l'État........	5,766,789 f. 62 c.	soit	3,000 f.	par kil.	ou	19 f. »	par action
Emprunt par obligations.	4,733,210 38		2,500	»		16 »	»
Dividende total.........	10,500,000 »		5,500	»		35 »	»

Excédant des sommes payées sur le bénéfice réel.

(102 %) 10,705,353 f. 17 c. soit 5,600 f. par kil. ou 35 f. 70 c. par action

Ainsi non-seulement la compagnie de l'Ouest, si elle faisait son compte, d'après les errements ordinaires, n'aurait aucun dividende à distribuer, mais elle se trouverait même légèrement en déficit vis-à-vis de ses obligataires ; cette situation est grave, mais ne paraît pas inquiéter le conseil d'administration de cette compagnie qui, dans son dernier compte rendu, fait au contraire espérer aux actionnaires « que les recettes de l'ancien et du nouveau réseau, « se développant sans cesse, *pourront couvrir un jour* les « intérêts et l'amortissement des capitaux dépensés pour la con- « struction du nouveau réseau, et *permettre même de rembourser* « à l'Etat les avances qu'il aura faites ;» et, quant à l'insuffisance

(1)

1re partie.	7,557,114 f. 72 c.	soit	12,700 f.	par kil.	ou	25 f. 20 c.	par action
2e partie..	5,385,537 64		13,100	»		17 90	»
Total égal.	12,942,602 46		12,900	»		43 10	»

des produits des nouvelles lignes, se borne à leur dire que « s'il « ne parle pas des résultats obtenus sur la seconde partie du « nouveau réseau, c'est que les lignes qui la composent sont, « pour la plupart, depuis très-peu de temps en activité (1), et « que leur exploitation, *qui a lieu d'ailleurs au compte de pre- « mier établissement, ne saurait présenter encore des termes « de comparaison offrant un intérêt véritable !*

Le conseil d'administration est-il bien inspiré en rassurant autant les actionnaires, et en ne les éclairant pas d'avantage sur les dangers d'un système qui leur permet d'emprunter la totalité de leurs dividendes?

L'achèvement prochain de la seconde ligne de Paris à Dieppe, et de celle de Paris à Granville ne viendra-t-il pas d'ailleurs porter une certaine perturbation dans le trafic actuellement acquis aux anciennes lignes, et reculer ainsi le moment où l'exploitation du nouveau réseau pourra présenter des termes de comparaison offrant un intérêt véritable !

(1) Il est bon d'observer que la 2e partie du réseau de l'Ouest comprend : la ligne de Rennes à Brest, 252 kilomètres, dont 131 kilomètres (Rennes à Guingamp) sont en exploitation depuis le 7 septembre 1863 et 121 kilomètres (Guingamp à Brest) sont exploités depuis le 26 avril 1865; la ligne de Saint-Cyr à Laigle, 120 kilomètres, dont la 1re section (60 kilomètres, Saint-Cyr à Dreux) est en exploitation depuis le 15 juin 1864, et enfin la ligne de Serquigny à Rouen, 58 kilomètres en exploitation depuis le 24 juillet 1865.

Les sections ouvertes en 1866, qui n'ont pas eu encore le temps de donner la mesure de ce qu'elles peuvent produire, n'entrent donc que pour 41 kilomètres, soit 10 %, dans la longueur moyenne exploitée en 1866.

Compagnie du Midi

Longueur concédée		2,256 kil.	
Longueur exploitée au 31 décembre 1866		1,636 »	
Longueur en construction ou à construire		620 »	(28 %)

Capital émis au 31 décembre 1866.	actions (250,000)	132,919,795 f. 41	23 %
	obligations	435,655,209 93	77
	Total	568,575,005 34	100

Capital dépensé au 31 *décembre* 1866 (*en sus des subventions reçues*) *pour la construction des* 1,636 *kilomètres en exploitation, divisés de la manière suivante :*

Ancien réseau (1)	798 kil.	298,538,015	»	374,000 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie	198	83,290,257	92	421,000	»
2e partie	640	144,322,104	01	226,000	»
Total	1,636	526,150,376	93	321,000	»

Produits nets de l'exploitation des 1,636 *kilomètres exploités en* 1866 *sur une longueur moyenne de* 1,599 *kilomètres.*

Ancien réseau	798 kil.	21,942,873 f.	54 c. soit	27,500 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie	198	454,440	88	2,300	»
2e partie	603	1,510,763	26	2,500	»
Total	1,599	23,908,077	68	14,900	»

Intérêt et amortissement des obligations émises pour la construction des 1,636 *kilomètres exploités en* 1866 *sur une longueur moyenne de* 1,599 *kilomètres, à déduire des produits nets de l'exploitation :*

Ancien réseau (2)	798 kil.	9,001,061 f.	32 c. soit	11,300 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie	198	4,694,220	51	24,000	»
2e partie	603	7,600,000	»	12,700	»
Total	1,599	21,295,281	83	13,400	»

(1) Même observation qu'à la page 15 (3e renvoi).

(2) Y compris l'amortissement des actions, les réserves, etc.

BÉNÉFICE RESTANT (*l'intérêt et l'amortissement des obligations étant déduits des produits nets de l'exploitation*) :

Ancien réseau. Bénéfice..	12,941,812 f. 22 c. soit	16,200 f. par kil. ou	51 f. 75 c. par action
Nouveau réseau. Perte (1).	10,329,016 37	12,900 »	41 35 »
Bénéfice net restant......	2,612,795 85	1,600 »	10 40 »

Sommes distribuées aux actionnaires, à titre d'intérêt et dividende :

Bénéfice net............	2,612,795 f. 85 c. soit	1,600 f. par kil. ou	10 f. 40 c. par action
Avance de l'État.........	1,438,255 66	900 »	5 80 »
Emprunt par obligations.	5,948,948 49	3,700 »	23 80 »
Dividende total........	10,000,000 »	6,300 »	40 » »

Excédant du dividende distribué sur le bénéfice réel :

(74 %)	7,387,204 f. 15 c. soit	4,600 f. par kil. ou	29 f. 60 c. par action

Après la compagnie de l'Ouest, dont les résultats réels diffèrent du tout au tout avec le dividende qu'elle paie, la compagnie du Midi est celle qui distribue à ses actionnaires la plus grosse différence au-delà du bénéfice effectivement réalisé sur l'ensemble de ses lignes, et cette situation est d'autant moins normale que cette compagnie est loin d'être au terme de ses travaux, et a encore 620 kilomètres à construire qui, si l'on en juge par les produits nets déjà connus de la première et de la deuxième partie de son nouveau réseau (2,300 et 2,500 fr. par kilomètre), ne paraissent pas de nature à améliorer l'état actuel des choses !

(1)

1re partie.	4,239,779 f. 63 c. soit	21,700 f. par kil. ou	17 f. » par action
2e partie.	6,089,236 74	10,200 »	24 35 »
Total égal.	10,329,015 37	12.900 »	41 35 »

Compagnie du Nord

Longueur concédée............................	1,555 kil.	
Longueur exploitée au 31 décembre 1866......	1,239 »	
Longueur en construction ou restant à construire	316 »	22 °/°

Capital émis au 31 décembre 1866.	actions (525,000)	231,875,000		38 °/°
	obligations.....	379,473,464 f.	68 c.	62
	Total..........	611,348,464	68	100

Capital dépensé au 31 décembre 1866 (en sus des subventions reçues) pour la construction des 1,239 kilomètres en exploitation, divisés de la manière suivante :

Ancien réseau (1).	1,075 kil.	469,799,026 f.	51 c.	soit 437,000 par kilom.
Nouveau réseau.				
1re partie....	129	58,298,269	77	452,000 par kilom.
2e partie.....	35	6,447,417	95	184,000 »
Total......	1,239	534,544,714	23	431,000

Produits nets de l'exploitation des 1,239 kilomètres exploités en 1866 sur une longueur moyenne de 1,230 kilomètres.

Ancien réseau..	1,066 kil.	48,443,198 f.	98 c. soit	45,400 par kilom.
Nouveau réseau.				
1re partie....	129	1,936,074	89	15,000 »
2e partie.....	35	139,442	54	4,000 »
Total......	1,230	50,518,716	41	41,000

Intérêt et amortissement des obligations émises pour la construction des 1,239 kilomètres exploités en 1866 sur une longueur moyenne de 1,230 kilomètres, à déduire des produits nets de l'exploitation :

Ancien réseau (2)	1,066 kil.	10,906,702	soit 10,200 par kilom
Nouveau réseau,			
1re partie.....	129	2,726,389	21,100 »
2e partie......	35	300,000	8,600 »
Total.......	1,230	13,933,091	11,300

BÉNÉFICE RESTANT (*l'intérêt et l'amortissement des obligations étant déduits des produits de l'exploitation*) :

Ancien réseau. Bénéfice.	37,536,496 f. 98 c.	soit 35,200 f. par kil.	ou 71 f. 50 c. par action	
Nouveau réseau. Perte (3).	950,871 57	5,800 »	1 80	»
Bénéfice net restant.....	36,585,625 41	29,700 »	69 70	»

(1) Même observation qu'à la page 15 (3e renvoi).

(2) Y compris l'amortissement des actions, les réserves, etc.

(3)

1re partie.	790,314 f. 11 c.	soit 6,100 f. par kil.	ou 1 f. 50 c. par action
2e partie..	160,557 46	4,600 »	0 30 »
Total égal.	950,871 57	5,800 »	1 80 »

Sommes distribuées aux actionnaires, à titre d'intérêt et dividende :

Bénéfice net.............	36,585,625 f. 41 c. soit	29,700 f. par kil. ou	69 f. 70 c. par action
Avance de l'État........	—	—	—
Emprunt par obligations.	164,374 59	150 »	0 30 »
Dividende total.........	36,750,000 »	29,900 »	70 » »

Excédant du dividende distribué sur le bénéfice réel :

(1/2 °/₀) 164,374 f. 59 c. soit 150 f. par kil. ou 0 f. 30 c. par action

Comme on peut le voir par ce qui précède, la compagnie du Nord a su maintenir ses bénéfices réels au niveau de ses dividendes, équilibrer rationnellement ses ressources, et n'accepter de concessions nouvelles que dans la juste mesure de ses forces et de son crédit ! Ainsi, pendant que le capital actions des autres compagnies n'entre déjà plus que pour 17 à 28 °/₀ dans la masse totale de leur capital, le capital actions du Nord représente encore 38 °/₀ de la somme totale émise ; pendant que le nouveau réseau entre dans l'ensemble des concessions des autres compagnies pour 51 à 68 °/₀ le nouveau réseau du Nord représente à peine 30 °/₀ des siennes !

La compagnie du Nord n'a plus d'ailleurs que 316 kilomètres à construire, et paraît pouvoir les mener à bonne fin sans appauvrir sérieusement ses autres lignes.

Cette situation exceptionnellement favorable mérite d'autant plus d'être remarquée que la compagnie du Nord est la seule où domine encore l'influence civile, et qui n'ait pas de directeur général, comme les autres compagnies.

Les six Compagnies réunies

Longueurs concédées...........................	19,905 kil. (1)		
Longueurs exploitées au 31 décembre 1866........	14,305 »		
Longueurs en construction ou à construire........	5,600 »	28 %	

Capital émis au 31 décembre 1866.	actions (3,059,000)	1,451,976,454 fr. 11 c.		23 %
	obligations.......	4,754,358,530	83	77
	Total...........	6,206,334,984	94	100

Capital dépensé au 31 *décembre* 1866 (*en sus des subventions reçues pour la construction des* 14,305 *kilomètres en exploitation, divisés de la manière suivante :*

Ancien réseau (2)	7,675 kil.	2,954,725,671 f.	07 c.	soit 385,000 f.	par kilom.
Nouveau réseau,					
1re partie....	4,499	2,104;868,617	29	470,000	»
2e partie.....	2,131	677,098,941	86	318,000	»
Total......	14,305	5,736,693,230	22	400,000	»

Produits nets de l'exploitation des 14,305 *kilomètres exploités en* 1866 *sur une longueur moyenne de* 13,721 *kilomètres :*

Ancien réseau..	7,662 kil.	282,040,674	03	36,800	»
Nouveau réseau.					
1re partie....	4,499	46,909,396	89	10,400	«
2e partie.....	1,560	5,460,972	45	3,500	»
Total....«.	13,721	334,411.043	37	24,400	»

(1) En dehors de ces 19,905 kilomètres, il n'y avait de concédés, au 31 décembre 1866, que 1,482 kilomètres,répartis entre diverses compagnies, telles que celles des Charentes, de la Vendée, du Médoc, de Satonay, etc., plus 216 kilomètres de lignes d'intérêt local concédées par les départements.

(2) Même observation qu'à la page 15 (3e renvoi).

Intérêt et amortissement des obligations émises pour la construction des 14.305 kilomètres exploités en 1866 sur une longueur moyenne de 13,721 kilomètres, à déduire des produits nets de l'exploitation :

Ancien réseau (1)	7,662 kil.	86,011,885 f.	18 c.	soit 11,200 f.	par kilom.
Nouveau réseau.					
1re partie....	4,499	116,082,631	05	25,800	»
2e partie.....	1,560	24,850,000		15.900	
Total......	13,721	226,944,586	23	16,500	

BÉNÉFICE RESTANT (*l'intérêt et l'amortissement des obligations étant deduits des produits de l'exploitation*) :

Ancien réseau. Bénéfice.	196.028,788 f.	85 c.	soit 25,600 f.	par kil. ou	64 f.	»	par action
Nouveau réseau. Perte (2).	88,562,261	71	14,600	»	29	»	»
Bénéfice net restant....	107,466,527	14	7,900	»	35	»	»

Sommes distribuées aux actionnaires, à titre d'intérêt et dividende :

Bénéfice net...........	107,466,527 f.	14 c.	soit 7,900 f.	par kil. ou	35 f.	»	par action
Avances de l'État.......	30,518,166	»	2,200	»	10	»	»
Emprunts par obligations	20,009,046	86	1,400	»	6	50	»
Dividende total.........	157,993,740	»	11,500	»	51	50	»

Excédant des dividendes distribués sur les bénéfices réels :

(32 %) 50,527,212 f. 86 c. soit 3,600 f. par kil. ou 16 f. 50 c. par action

Ainsi, pendant que l'ancien réseau gagne 64 francs par action, le nouveau réseau perd 29 francs, soit 45 % environ du bénéfice des bonnes lignes, ce qui réduit le bénéfice réel revenant aux actionnaires à 35 francs par action, soit un peu plus de 7 % du capital déboursé par eux. Les combinaisons de 1859 ont

(1) Y compris l'amortissement des actions, les réserves, etc.

(2)

1re partie.	69,173,234 f.	16 c.	soit 15,400 f. par kil. ou	22 f.	60 c.	par action.
2e partie..	19,389,027	55	12,400 »	6	40	»
Total égal.	88,562,261	71	14,600 »	29	»	»

donc permis aux compagnies de ne faire supporter aux bénéfices de l'ancien réseau les pertes du nouveau que jusqu'à concurrence de 12 fr. 50 c. par action, soit 1/5e environ de ces bénéfices, et de couvrir le surplus de ces pertes, soit 16 fr. 50 c. par action, au moyen des avances de l'État pour environ 10 francs par action et des émissions d'obligations ordinaires pour 6 fr. 50 c.

Un bénéfice moyen de 35 francs par action serait d'ailleurs satisfaisant s'il y avait moins d'inégalités dans la situation respective des compagnies, et si, d'un autre côté, leurs travaux étaient terminés ou près de l'être! Mais si l'on se reporte aux détails propres à chaque compagnie, on trouve que trois seulement de ces compagnies sont dans des situations plus ou moins satisfaisantes et normales, et que, sur les trois autres, deux supportent difficilement le poids des charges qui leur ont été imposées, et la troisième demande au crédit la totalité de ses dividendes! Il faut observer, d'un autre côté, que sur une longueur totale concédée de 19,905 kilomètres, il n'y avait de terminés au 31 décembre 1866 que 14,305 kilomètres, et qu'il restait ainsi à terminer à cette date 5,600 kilomètres, dont 744 kilomètres sur l'ancien réseau et 4,856 kilomètres sur le nouveau. Or, si les 6,630 kilomètres exploités en 1866 sur le nouveau réseau ont porté une si rude atteinte aux bénéfices réalisés sur les 7,675 kilomètres de l'ancien réseau, il est permis de penser que les 5,600 kilomètres restant à construire, et qui, selon toute probabilité ne sont pas les plus productifs, viendront au fur et à mesure de leur achèvement, atténuer encore ces bénéfices d'une perte d'au moins 12 à 15,000 francs par kilomètre ; soit, pour les 1,000 à 1,200 kilomètres ouverts à l'exploitation chaque année une

perte nouvelle d'environ 15,000,000 par an ! Il faut donc, pour que d'ici à l'achèvement complet des réseaux les bénéfices acquis en 1866 se maintiennent, que ces quinze millions trouvent leur compensation dans la progression des recettes des parties déjà exploitées, progression estimée en moyenne, par année, à 3 °/₀ environ du produit brut de l'ensemble du réseau français !

On comprend dès lors l'intérêt qu'il y a à suivre année par année l'influence exercée sur la situation de chaque compagnie par le développement de ses nouvelles lignes, et combien l'on se tromperait si l'on considérait le développement progressif des recettes comme pouvant, d'ici à quelques années, profiter effectivement à l'amélioration des dividendes !

Il est donc très-désirable que les conseils d'aministrations se montrant, à l'avenir, moins réservés que par le passé à l'égard de leurs actionnaires, accompagnent leurs prochains comptes-rendus d'un résumé général qui permette de saisir dans son ensemble la situation de chaque réseau, et qu'ils ne craignent pas de mettre franchement en lumière le coût, les produits et les charges des lignes qui composent la 2e partie de leur nouveau réseau, car une situation n'est vraie qu'à la condition d'être complète, et celle présentée par les compagnies ne l'est pas, lorsque sur 14,305 kilomètres exploités, elles passent sous silence 2,131 kilomètres, sous le prétexte qu'ils ont été livrés à la circulation postérieurement au 1er janvier 1865, et que leur exploitation n'a pas encore atteint tout son développement ! Sans doute les chemins de fer sont moins productifs à leur début qu'après un certain nombre d'années, mais qu'importe ? Est-ce que les nouvelles lignes ne font pas un tout unique

avec les anciennes, et où s'arrêtera-t-on dans cette voie de l'élimination et du triage, s'il suffit qu'un résultat contrarie certains calculs pour qu'il soit écarté des comptes que l'on présente, et pour qu'il semble naturel de puiser ailleurs que dans les bénéfices de l'exploitation la compensation totale des charges incombant réellement aux lignes exploitées? Un mécompte d'exploitation n'est pas, ne peut pas être une dépense de construction, et le nouveau réseau coûte assez cher déjà pour qu'on ne le grève pas encore induement de charges qui ne sont pas les siennes!

Pourquoi, dans tous les cas, porter au débit de la construction la totalité des insuffisances de la 2e partie du nouveau réseau, qui concourt, elle aussi, à la prospérité des anciennes lignes, alors que ces dernières doivent faire un certain déversement de leurs excédants de recettes au profit de la 1re partie de ce réseau? Il est vrai que l'État, dont ce déversement atténue les avances, avait intérêt à le stipuler, tandis que personne ne paraît avoir souci du plus ou moins de charges dont en fin de compte la construction pourra se trouver grevée!

Voici du reste, en se plaçant en dehors de toute fiction, et en prenant les situations pour ce qu'elles sont réellement et non pour ce qu'elles devraient être, comment les compagnies, si on les considère non plus au point de vue de l'importance de leurs concessions, mais à celui de l'importance de leurs dividendes, doivent être classées quant à présent et quelle est la valeur intrinsèque de leurs actions, capitalisées au taux de 6 p. 0/0 d'après leurs revenus effectifs, pour l'exercice 1866, par rapport à leurs cours moyens pendant ledit exercice.

CLASSEMENT d'après l'importance des concessions.	COMPAGNIES.	NOMBRE des actions.	DIVIDENDES distribués par action.	BÉNÉFICE réel par action.	COURS moyen des actions en 1866.	VALEUR des actions d'après le bénéfice réel capitalisé à 6 p. 100.	DIFFÉRENCE de la valeur au cours. en plus.	DIFFÉRENCE de la valeur au cours. en moins.
		fr.	fr. c.	fr. c.	fr. c.	fr.	fr.	fr. c.
6	Nord........	525,000	70 »	69 70	1,122 »	1160	38	» »
1	Lyon........	800,000	60 »	51 »	852 »	850	»	2 »
2	Orléans......	600,000	56 »	35 75	840 »	600	»	240 »
3	Est.........	584,000	33 »	10 90	515 »	180	»	335 »
5	Midi.........	250,000	40 »	10 40	547 50	175	»	372 50
4	Ouest........	300,000	35 »	» »	544 »	»	»	544 »
	6 Compagnies	3,059,000	51 50	35 »	765 »	585	»	180 »

Cette expression finale des résultats de l'exercice 1866 traduit plus fidèlement la situation réelle des compagnies que ne pourront le faire les résultats de l'exercice 1867 qui, par suite du mouvement inusité des voyageurs attirés à Paris par l'Exposition universelle, présenteront une augmentation tout à fait exceptionnelle.

En effet, l'accroissement des recettes brutes s'élevait déjà à la fin d'octobre 1867 à plus de 41 millions, soit près de 7 0/0 du chiffre total des recettes brutes de 1866 et se répartissait de la manière suivante :

Compagnies.	Longueur en plus	Ancien réseau	Nouveau réseau	Total.
Lyon...	184 kil.	6,800,000 f.	4,300,000 f.	11,100,000 f.
Nord...	171	7,200,000	2,300,000	9,500,000
Ouest...	176	5,700,000	3,500,000	9,200,000
Est.....	43	4,600,000	1,000,000	5,600,000
Orléans.	75	3,300,000	1,700,000	5,000,000
Midi....	57	500,000	300,000	800,000
Totaux.	706	28,100,000	13,100,000	41,200,000

Ce sont là sans doute de magnifiques résultats, mais, même en admettant que la progression normale des recettes puisse se maintenir pendant les deux derniers mois et couvrir l'insuffisance totale des produits des 706 nouveaux kilomètres, et en évaluant au plus bas les frâis d'exploitation applicables à l'augmentation ci-dessus relatée, on peut voir que le bénéfice restant ne suffira pas encore pour faire disparaître l'écart d'environ 50 millions existant en 1866 entre les dividendes réels et les dividendes distribués, et qu'en conséquence, l'Exposition universelle n'aura eu, en somme, d'autre effet que de permettre aux compagnies de moins emprunter, en 1867 qu'en 1866, pour maintenir les revenus de leurs actionnaires à leurs taux précédents !

Il y a toutefois une exception à faire à l'égard de la compagnie du Nord qui, n'ayant, en 1866, porté à son compte de construction qu'une somme insignifiante pour compléter son dividende, se trouvera ainsi avoir la libre disposition de la presque totalité de ses bénéfices supplémentaires de 1867, et pourra, en conséquence, distribuer un dividende plus élevé !

Les résultats exceptionnels de l'exercice 1867 ne paraissent donc pas devoir contredire les observations précédemment exposées, et ne pourront, au contraire, que donner à ce travail une sanction nouvelle !

VI

En résumé, les résultats produits jusqu'ici par l'application de la loi de 1859 ne justifient ni l'optimisme de ceux qui, donnant à la garantie de l'Etat une signification exagérée, voient dans la généralité des valeurs émises par les compagnies qui font l'objet de cette garantie, des placements de père de famille, à l'abri de tout risque et de tout mécompte, ni le pessimisme de ceux qui, effrayés par de récentes catastrophes financières, et victimes peut-être de leur confiance dans certains chemins étrangers, interprètent contre les compagnies la complication et l'obscurité de leurs comptes, et les considèrent toutes comme également compromises! La vérité est que, comme la plupart des arrangements de ce monde, les combinaisons de 1859 n'ont produit jusqu'à ce jour qu'une partie des avantages que l'on en attendait, et n'ont véritablement donné satisfaction qu'à l'une des parties. La partie satisfaite est ici l'Etat qui, moyennant une avance inférieure à celle qu'il avait prévue, a réussi à obtenir une prompte extension des réseaux, tandis que, du côté des compagnies, le développement progressif des recettes a été impuissant jusqu'ici à balancer les pertes des nouvelles lignes!

L'espoir légitime qu'avaient les compagnies *de maintenir les situations acquises* se trouve donc, quant à présent, déçu, du moins pour cinq compagnies sur six, et dans une mesure différente pour chacune d'elles, et si l'on ne peut dès lors considérer du même œil ces diverses entreprises, et conclure de l'état prospère de l'une à la prospérité des autres, ni de l'affaiblissement momentané de celles-ci à la ruine de toutes, on est, du moins, d'une manière générale, amené à reconnaître que la plupart des compagnies ont été imprudentes en se laissant imposer des charges de la nature de celles qu'elles ont cru pouvoir accepter.

Sans doute, dans un pays tel que la France, il faut attendre beaucoup du développement normal des recettes, mais à la condition d'avoir un certain avenir devant soi et de n'être pas sous le coup d'un rachat, justement au moment où l'on pourrait commencer à trouver la compensation des pertes faites jusque-là; or, qui pourrait dire, dès à présent, ce que fera l'Etat à l'expiration du délai de quinze années fixé par l'article 37 du cahier des charges, et n'est-il pas permis de craindre qu'il use alors de son droit de rachat, comme il entend user vis-à-vis de la compagnie du Nord du droit de partage que lui confère l'article 6 du même cahier des charges ? (1)

(1) Cet article est ainsi conçu :
« Lorsque l'ensemble des produits nets, tant de l'ancien que du nouveau « réseau excédera la somme nécessaire pour représenter à la fois un revenu « net de 53,000 francs par kilomètre sur l'ancien réseau, et un intérêt « de 6 % du capital effectivement dépensé pour la construction des lignes « comprises dans le nouveau réseau, l'excédant sera partagé par moitié « entre l'Etat et la Compagnie.
« Ce partage s'exercera à partir du 1er janvier 1872. »
Un article analogue existe dans les cahiers des charges des autres compagnies, et ne paraît pas jusqu'ici les avoir beaucoup préoccupées!

Dans ce cas, les compagnies auraient, avant d'avoir eu le temps de recouvrer leurs pertes, à tenir compte à l'État de ses avances, sur la valeur du matériel roulant de l'ancien et du nouveau réseau et le capital à répartir entre les actionnaires se trouverait ainsi diminué d'autant, de même que l'annuité leur revenant pour prix du rachat serait d'autant moins forte que les charges de la construction, incessamment augmentées des pertes de l'exploitation, seraient plus considérables !

Les actionnaires ont donc le plus grand intérêt, on le voit, à savoir exactement où les mènent ces conventions de 1859, qui ont si diversement influé jusqu'ici sur les situations acquises, et surtout à ne pas attendre que les pertes des nouvelles lignes absorbent, et au delà, les bénéfices des anciennes, pour revenir vers l'Etat, et lui rappeler que, ainsi qu'il l'a reconnu lui-même, « des entreprises de la nature des chemins de fer ne sauraient « être assimilées à de simples spéculations d'intérêt privé, et « sont de grandes entreprises d'utilité générale qui ne peuvent « être abordées résolûment et menées à bonne fin qu'avec le « concours et l'appui bienveillant des pouvoirs publics. »

Les porteurs d'obligations eux-mêmes, dont le capital prime déjà dans une si forte proportion le capital actions, ont également besoin d'être éclairés sur la situation réelle des compagnies et sur l'emploi qu'on fait de leur argent, car leur sécurité repose principalement sur les produits des lignes à la construction desquelles ils ont contribué. Quelle serait en effet la situation des compagnies vis-à-vis de l'Etat si, pour une cause ou pour une autre, elles ne pouvaient mener à bonne fin les engagements en vue desquels la garantie d'intérêt leur a été accordée ? Contrai-

rement d'ailleurs à ce que l'on croit d'ordinaire, l'Etat ne garantit nullement le capital nominal des titres (500 francs par obligation) ni l'intérêt d'environ 5 0/0 qu'ont à payer les compagnies, mais seulement la somme effectivement versée par les souscripteurs et l'intérêt à 4 0/0 de cette somme ! La différence du capital à rembourser et de l'intérêt à servir reste donc, en tout état de cause, à la charge des compagnies, qui n'ont, pour y faire honneur, que les produits nets de leurs exploitations, car on ne saurait considérer comme une ressource normale la faculté qui leur est donnée de contracter toujours de nouveaux emprunts pour payer les intérêts de leurs dettes précédentes !

Le sort du capital actions touche donc de très-près celui du capital obligations, et la sûreté de ce dernier est d'autant plus grande que les actionnaires ont droit réellement à de plus gros dividendes !

Le Gouvernement enfin qui, tout en poursuivant avec énergie le prompt achèvement des réseaux, ne veut certainement pas, dans sa haute équité, l'obtenir au prix de la ruine de ceux qui ont eu confiance en ses combinaisons, doit être désireux de suivre de très-près les conséquences du développement des lignes peu productives, et tenir à ce que ces conséquences soient sainement appréciées et par ceux qui réclament sans cesse de nouveaux chemins de fer et par ceux qui donnent leur argent pour les faire.

L'Etat ne peut oublier, d'ailleurs, qu'indépendamment des dépenses faites par les compagnies, les contribuables ont concouru jusqu'ici à l'établissement des chemins de fer par des subvention en argent ou en travaux, se soldant au 31 décembre 1866 par une somme totale d'environ UN MILLIARD, et qu'en con-

séquence le pays a le droit d'être éclairé, lui aussi, et de savoir ce que deviennent ses épargnes entre les mains de ces sociétés, dont on a tellement élargi le monopole !

Il y a donc, on le voit, intérêt pour tout le monde, pour le Gouvernement, pour les actionnaires et pour les obligataires, à ce que la lumière se fasse sur la situation des six grandes compagnies auxquelles a été accordée la garantie de l'Etat, et cette lumière est surtout désirable au moment où les recettes exceptionnelles résultant de l'Exposition universelle peuvent faire naître de nouvelles illusions !

Il n'entre pas, d'ailleurs, dans le cadre de ce travail, d'exposer les causes diverses qui ont concouru jusqu'ici à rendre si lourdes pour les compagnies les charges des nouvelles lignes, ni d'indiquer les modifications qu'une telle situation réclame !

Le but de l'auteur est plus modeste, et sera complétement atteint s'il a réussi à jeter quelque clarté sur des situations en général peu ou mal comprises et à démontrer qu'à côté de la loi qui permet la majoration des dividendes, il y a l'intérêt de tous, qui veut la *vérité*.

CLICHY. — Impr. de Maurice LOIGNON et Cie, rue du Bac-d'Asnières, 12.

Clichy — Imprimerie de Maurice Loignon et Cie
Rue du Bac-d'Asnières, 12.